PARADIGMEN IM WIDERSTREIT

Die Vereinnahmung der MMT

Von Günther Grunert | 27. Februar 2021


istock.com/aprot

Wurde die Modern Monetary Theory noch vor wenigen Jahren kaum in der öffentlichen Debatte wahrgenommen, so hat sie inzwischen stark an Beachtung gewonnen. Schon gibt es Versuche, Teile der Theorie in die herrschende Lehre zu integrieren.

Es ist offenkundig, dass der ökonomische Mainstream zunehmende Schwierigkeiten hat, die Entwicklungen in der realen Welt adäquat zu erklären: Überall steigen die staatlichen Budgetdefizite, aber die Zinssätze und Anleiherenditen bleiben niedrig. Die Zentralbanken – etwa die EZB – kaufen riesige Mengen an Staatsanleihen, finanzieren damit faktisch die Haushaltsdefizite der jeweiligen Länder, aber die Inflationsraten verharren auf niedrigem Niveau.

Japan ist vielleicht das eindrucksvollste Beispiel für das Versagen der herrschenden Lehre: Dort gingen trotz anhaltender Budgetdefizite seit dem Jahr 1993, die die Staatsschulden von Jahr zu Jahr anwachsen und Japan zum Land mit der höchsten Staatsschuldenquote der Welt werden ließen (2019: 238 Prozent), weder die Zinssätze und Renditen auf Staatsanleihen durch die Decke, noch kam es zu sehr hoher oder gar Hyperinflation, wie es nach der Theorie des Mainstreams zu erwarten gewesen wäre.

Ganz im Gegenteil: Seit Mitte der 1990er Jahre ist der Renditetrend zehnjähriger japanischer Staatsanleihen klar nach unten gerichtet und seit 2007 sind fast durchgängig sinkende Renditen zu beobachten (Rendite zehnjähriger Staatsanleihen Japans 2020: 0,01 Prozent). Und die durchschnittliche Inflationsrate gegenüber dem Vorjahr liegt in Japan seit 1992 (mit Ausnahme nur eines einzigen Jahres) kontinuierlich unter dem von der japanischen Zentralbank angestrebten 2%-Ziel – darunter sind sogar dreizehn Jahre mit einer Inflationsrate von unter null Prozent (Inflationsrate 2019: 0,5 Prozent).

Corona und die Reaktion des Mainstreams

Gerade die Corona-Pandemie hat nun die Probleme des ökonomischen Mainstreams weiter verschärft: Selbst neoklassische Hardliner trauen sich in der gegenwärtigen Situation kaum noch, den Sinn diskretionärer fiskalpolitischer Maßnahmen grundsätzlich in Zweifel zu ziehen – mit dem früher gängigen Argument, dass eine fiskalpolitische Stabilisierung nicht nur überflüssig sei, sondern oft sogar schädlich. Und obwohl in vielen Ländern Konjunkturprogramme aufgelegt wurden, die in ihrem Umfang geradezu gigantisch anmuten (US- Präsident Joe Biden hat kürzlich angekündigt, ein Corona-Hilfspaket in Höhe von 1,9 Billionen Dollar bereitstellen zu wollen), hält sich die Kritik an diesem Vorgehen in sehr engen Grenzen. Die übliche Behauptung, über staatliche Konjunkturprogramme lasse sich allenfalls ein kurzfristiges Strohfeuer entzünden, ist (fast) nirgendwo zu hören.

In der Versenkung verschwunden scheint damit auch die These vom Geld als knapper Ressource, die allein deshalb knapp gehalten werden müsse, um sicherzustellen, dass die Märkte effizient funktionierten. Zur Erinnerung: Fast jeder Vorschlag, mehr Ausgaben etwa für sozialstaatliche Leistungen, den Ausbau der Infrastruktur, Bildung, den Klimaschutz oder auch die Schaffung gleichwertiger Lebensverhältnisse vorzunehmen, sah sich vor noch gar nicht langer Zeit mit der immer gleichen Frage konfrontiert: Wie sollen wir das bezahlen?

Die gesamte Debatte zur Fiskal- oder Haushaltspolitik basierte auf der Annahme, dass ein Staatshaushalt wie ein Privathaushalt sei – beide seien finanziell eingeschränkt. Jetzt aber – in der Corona-Krise – überbieten sich die Staaten weltweit geradezu mit riesigen Rettungsprogrammen für die Wirtschaft und es ist auf einmal kein Problem mehr, Hunderte von Milliarden in einer atemberaubenden Geschwindigkeit zu mobilisieren.

Im völligen Gegensatz zur herrschenden Lehre betont die »Modern Monetary Theory«, dass Staaten mit eigenen, souveränen Währungen keinen intrinsischen *finanziellen* Beschränkungen (sondern allein *realen*Beschränkungen[1]) unterliegen und ihnen folglich nie »das Geld ausgehen« kann. Es ist offenkundig, dass sich diese Position weit besser mit der Realität in Einklang bringen lässt als die Idee von der knappen Ressource Geld.

Das ist natürlich auch den Mainstream-Ökonomen nicht entgangen, die darauf mit unterschiedlichen Strategien reagieren. Eine davon folgt dem Motto »Augen zu und durch«, also Einwände ignorieren, die Realität leugnen und alles weiter wie gehabt. Eine andere Vorgehensweise besteht darin, heterodoxe Theorien wie die Modern Monetary Theory als zwar ungewohnt, aber durchaus originell zu loben und dann zu versuchen, einzelne Teile herauszugreifen und in das herkömmliche ökonomische Gedankengebäude zu integrieren.

Zentralbankgeld und Inflation

Bert Rürup, früherer Chef des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und Präsident des Handelsblatt Research Institutes, hat sich für die zweite Variante entschieden. Einen Kommentar für das Handelsblatt vom 21.12.2020 beginnt er zunächst mit einer Bestandsaufnahme:

> »Seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie fluten die Notenbanken die Märkte mit Zentralbankgeld in einem Ausmaß, das bis vor Kurzem noch nicht für möglich gehalten wurde.«

Nicht wenige Ökonomen seien darüber sehr besorgt, da sie als Folge hohe Inflationsraten befürchteten. Rürup verweist in diesem Zusammenhang auf Hans-Werner Sinn, der sich in zwei Interviews zu diesem Problem geäußert hatte. Sinn habe festgestellt, dass Mitte dieses Jahres »in der Euro-Zone sechsmal so viel Zentralbankgeld im Umlauf sein werde wie kurz vor dem Beginn der Finanzkrise im Sommer 2008 – freilich ohne dass dahinter ein Zuwachs an Wirtschaftsleistung stehe.«

Der bei weitem größere Teil dieses Geldes aber – so Hans-Werner Sinn – werde eigentlich gar nicht von der Wirtschaft für Transaktionen gebraucht:

> »Stattdessen würden derzeit die Banken diese riesigen Bestände an Zentralbankgeld auf ihren Konten bei der Zentralbank horten und dafür sogar Negativzinsen zahlen. Mit einer anziehenden Wirtschaft im kommenden Jahr könnte dieses gehortete Zentralbankgeld jedoch in die Gütermärkte fließen, befürchtet der bekannte Münchener Ökonom.
>
> Dann dürften sich wieder mehr Unternehmen an kreditfinanzierte Investitionen herantrauen. Wenn dieses Geld dadurch wieder in Umlauf komme, werde das zu einer steigenden Inflation führen, und die EZB müsste bremsend einschreiten. Wenn die Notenbank das überschüssige Geld tatsächlich abschöpft, würden allerdings ›die Zinsen, die die Staaten zu bezahlen haben, in den Himmel gehen‹. Wahrscheinlicher sei daher ein Dauerregime mit extrem niedrigen Zinsen, was sich früher oder später inflationär zu entladen drohe.«

Sinn hoffe nur, dass es dann nicht so schlimm werde wie bei der deutschen Hyperinflation nach dem Ersten Weltkrieg mit dem Höhepunkt im Jahr 1923.

Die Quantitätstheorie des Geldes

Rürup referiert hier ohne Distanzierung oder Kritik die Argumentation Sinns, die er offenbar für theoretisch richtig und plausibel hält. Der Modern Monetary Theory dagegen widerspricht sie fundamental. Denn letztlich basieren die Ausführungen Sinns auf der orthodoxen monetären Inflationstheorie. Diese behauptet, dass ein enger Zusammenhang zwischen der Menge an Reserven (elektronischem Zentralbankgeld) und der Geldmenge bestehe und dass es die Aufgabe der Zentralbank sei, die Menge der Reserven zu kontrollieren, um so die Geldmenge und damit letztlich die Inflation zu steuern.

Die Zentralbank sei zu dieser Steuerung in der Lage, weil eine Geschäftsbank, bevor sie ein Darlehen geben könne, zunächst Reserven benötige, von denen sie einen kleinen Teil bei der Zentralbank hinterlege. Die Geschäftsbank habe dann die Möglichkeit, im Umfang ihrer Überschussreserven (also ihrer frei verfügbaren Reserven) Kredite zu gewähren. Hätten die Banken insgesamt mehr Reserven zur Verfügung, vergrößere dies ihren Spielraum für die Vergabe von Krediten. Daraus folge: Erhöhe die Zentralbank das Angebot an Reserven, so reagiere das Bankensystem mit einer Erhöhung von Krediten und Einlagen um ein recht stabiles Vielfaches.[2] Möglich werde dies durch das Wirken des sogenannten »Geldschöpfungsmultiplikators«, der Veränderungen in der Geldbasis (der Summe aus den Einlagen bei der Zentralbank – also dem elektronischen Zentralbankgeld – und dem Bargeld, das die Zentralbank in Umlauf gebracht hat) in Veränderungen der Geldmenge übertrage.

In der sogenannten Quantitätstheorie des Geldes (in ihrer ursprünglichen Form[3]) wird nun davon ausgegangen, dass in der Volkswirtschaft das Produktions- und Arbeitskräftepotenzial voll ausgelastet und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes konstant ist. Unter diesen Prämissen lässt sich dann zeigen, dass ein Geldmengenwachstum direkt einen Anstieg des Preisniveaus bewirkt.

Diese Vorstellungen sind bereits ausführlich kritisiert worden (hier und hier), so dass wir uns hier auf wenige Anmerkungen beschränken wollen: Das Kreditgeschäft der Banken ist keineswegs durch ihre vorhandenen Reservebestände bestimmt, wie es in der obigen, traditionellen Darstellung zum Ausdruck kommt. Banken vergeben Kredite an alle kreditwürdigen Kunden, die sie finden können – und zwar unabhängig von dem speziellen Reservebestand, über den sie zum Zeitpunkt der Kreditgewährung gerade verfügen – und leihen sich anschließend zusätzliche Reserven, wenn dies erforderlich ist (auf dem Interbankenmarkt oder bei der Zentralbank).[4]Weder wird die Kreditvergabe durch die (von der Zentralbank festgesetzte) Menge an verfügbaren Reserven begrenzt, noch veranlasst umgekehrt ein höherer

Reservebestand die Banken dazu, mehr Kredite zu gewähren. Der aktuelle Reservebestand einer Bank spielt für ihre Kreditvergabe schlicht keine Rolle.

Die Kausalität läuft gerade umgekehrt: Nicht von einer Veränderung der Reserven (der Geldbasis) zur Kreditschöpfung, sondern von der Kreditschöpfung zu einer Veränderung des gewünschten (oder erforderlichen) Reservebestandes, der von der Zentralbank akkommodiert wird.

Wie der US-amerikanische Ökonom Hyman Minsky schon in den späten 1950er Jahren erkannt hatte, sind Reserven kein »Rohstoff«, aus dem Kredite geformt werden.[5] Vielmehr schaffen die Geschäftsbanken bei der Kreditvergabe Giralgeld »aus dem Nichts« – durch eine Bilanzverlängerung. Die vergebenen Kredite manifestieren sich als Bankeinlagen (eine Kreditgewährung schafft eine neue Einlage auf dem Konto des Kreditnehmers), was dazu führt, dass die Geldmenge expandiert. Umgekehrt schrumpft die Geldmenge, wenn Kredite zurückgezahlt werden. Einzig über den Preis der Reserven, die sie auf Nachfrage den Geschäftsbanken zur Verfügung stellt, kann die Zentralbank Einfluss auf die Kreditschöpfung nehmen.

Auch die Vorstellung, dass ein stabiler Zusammenhang zwischen der Geldmenge und dem Preisniveau existiert, so dass die Zentralbank mit der Geldmenge indirekt auch die Inflationsrate bestimmt, ist nicht haltbar. Denn dies würde – wie oben bereits angedeutet – voraussetzen, dass stets Vollbeschäftigung herrscht (somit das reale BIP dem Vollbeschäftigungsoutput entspricht und in unmittelbarer Zukunft nicht weiter erhöht werden kann) und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes konstant ist, was mit der empirischen Realität nicht in Einklang zu bringen ist.[6]

Wer hat Zugriff auf Zentralbankgeld?

Interessant ist, dass sowohl Bert Rürup als auch der von ihm zitierte Hans-Werner Sinn offenkundig davon ausgehen, dass die Öffentlichkeit – also (Nichtbank-) Unternehmen und private Haushalte – Zugang zu Zentralbankgeld in Form von Reserven hat. Bei Rürup »fluten die Notenbanken die Märkte mit Zentralbankgeld« und Sinn sorgt sich, dass die Banken ihre gewaltigen Bestände an Zentralbankgeld auf ihren EZB-Konten – die sie im Moment noch horteten und nicht verliehen, so dass sie noch nicht nachfragewirksam würden – bei einer anziehenden Wirtschaft auflösen und damit eine massive Inflation, ja sogar eine Hyperinflation, auslösen könnten[7].

Richtig ist zwar, dass die Banken bereits seit geraumer Zeit mit Zentralbankgeld geflutet sind. Dabei handelt es sich um »unbares« Zentralbankgeld, also Reserven. Die Banken können aber diese Reserven gar nicht an Produktionsunternehmen oder private Haushalte weiterverleihen, da Nichtbank-Unternehmen und Privathaushalte über

keine Konten bei der Zentralbank verfügen. Reserven werden nur auf Konten bei der Zentralbank gehalten und daher allein zwischen Banken verliehen (sie verlassen nie den Bereich der Zentralbankkonten). Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank und Einlagen von Kunden bei den Geschäftsbanken zirkulieren in getrennten Systemen[8]: Es existiert keine Schnittstelle zwischen den Konten bei der Zentralbank und den Konten bei den Geschäftsbanken und mithin besteht keine Möglichkeit für die Banken, ihre Reserven an private Nichtbanken zu transferieren.

Es handelt sich hierbei um eine zentrale Einsicht der MMT, mit der sie aber nicht alleine steht: So kritisiert beispielsweise die Bank of England, die britische Zentralbank, die herrschende Sicht zur Kreditvergabe der Banken – insbesondere das Geldschöpfungsmultiplikator-Modell – wie folgt:

> »[…] diese ignoriert, dass Zentralbankgeld entweder gar nicht an Nichtbanken verliehen werden kann (Reserven) oder nicht an Nichtbanken verlieren wird (Bargeld).«[9]

Wenn aber (Überschuss-) Reserven gar nicht aus dem Interbankenkreislauf in den Privatsektor[10] fließen können, ist auch die behauptete Inflationsgefahr, die aus einem solchen Abfluss in die Realwirtschaft resultieren würde, hinfällig.[11]

Während Rürup und Sinn in ihrer Bestandsaufnahme einer außergewöhnlichen und problematischen Aufblähung der Zentralbankgeldmenge weitgehend übereinstimmen, unterscheiden sie sich hinsichtlich der Einschätzung der Folgen. Sinn befürchtet, dass es zu einer von der Zentralbank nicht mehr aufzuhaltenden Inflation kommen könnte, Rürup glaubt hingegen, dass auch ganz andere Entwicklungen möglich seien: Denn den Inflationsbefürchtungen stehe – so Rürup – die Tatsache gegenüber, dass es seit ungefähr drei Jahrzehnten in den entwickelten Industrieländern so gut wie keine Inflation mehr gebe, sie »weitgehend tot« sei.

Warum ist die Inflation trotz allem so niedrig?

Rürup sieht dafür drei Gründe: Zum einen seien durch die Globalisierung – neben der Verbilligung von Produkten – Produktionsverlagerungen in Niedriglohnländer aus einer bloßen Drohung zu einer »realen Option« geworden, was die Verhandlungsposition der Gewerkschaften geschwächt habe. Zweitens habe die Digitalisierung zu einer abnehmenden Kapitalintensität des technischen Fortschritts und neuen, billigeren Produkten geführt. Und drittens sei in den aufholenden Schwellenländern das Interesse der nun reicheren Mittelschichten an einer ausreichenden Alterssicherung gewachsen und habe zu einem zunehmenden Angebot an Ersparnissen geführt, dem keine

entsprechend steigende Nachfrage gegenübergestanden habe, so dass sich die Realzinsen bereits seit geraumer Zeit nach unten bewegten.

Keiner dieser Gründe kann wirklich überzeugen und keiner steht im Einklang mit der Inflationstheorie der Modern Monetary Theory. Zum einen ist die These, dass es den Unternehmen durch die fortschreitende Globalisierung inzwischen möglich sei, Produktionsverlagerungen in Niedriglohnländer tatsächlich vorzunehmen, etwas verwunderlich. Denn etwas ganz Ähnliches hatten Folker Fröbel, Jürgen Heinrichs und Otto Kreye bereits im Jahr 1977, also vor 44 Jahren, behauptet: Die Entwicklung der Kommunikations- und Transporttechnologien in der Zeit zuvor – so stellten sie damals fest – erlaube es jetzt vielfach, »Voll- oder Teilfertigungen an beliebigen Standorten weltweit vornehmen zu lassen, ohne daß dies durch Transport- oder Steuerungsprobleme technisch, organisatorisch oder kostenmäßig unmöglich gemacht würde.«[12] Zusammen mit dem fast unerschöpflichen Potenzial disponibler Arbeitskräfte in den Entwicklungsländern und der immer stärkeren Aufspaltung der Warenproduktion in verschiedene Teilfertigungen habe dies dazu geführt, dass eine »neue internationale Arbeitsteilung« entstanden sei.

Die Studie von Fröbel/Heinrichs/Kreye war seinerzeit durchaus umstritten. Aber auch wenn man ihre Schlussfolgerungen – auf die wir hier nicht näher eingehen können – sehr kritisch sieht (so wie wir), zeigt die empirisch äußerst umfangreiche Untersuchung dennoch klar, dass die wachsende Aufspaltung von Fertigungsprozessen in Teilfertigungen an unterschiedlichen Standorten weltweit und die damit einhergehenden Produktionsverlagerungen in Niedriglohnländer kein neues Phänomen sind, das erst in den letzten drei Jahrzehnten „real geworden" ist (und damit entscheidend zum Verschwinden der Inflation beigetragen hat).

Ebenso problematisch ist der zweite von Rürup angeführte Grund, die Digitalisierung und ihre Folgen. Mit der digitalen Transformation werden im Allgemeinen radikale Innovationen sowie effizienzsteigernde und kostensenkende Effekte erwartet – einige Beobachter gehen sogar von regelrechten Produktivitätssprüngen als Folge einer zunehmenden Digitalisierung aus. Selbstverständlich umfasst digitaler Wandel mehr als nur eine Stimulierung des Produktivitätswachstums. Dennoch müsste er sich auch in einem relativ hohen Zuwachs der Arbeitsproduktivität widerspiegeln.

Davon allerdings ist in den Daten bislang wenig zu sehen – im Gegenteil: In den entwickelten Marktwirtschaften sind die Wachstumsraten der Arbeitsproduktivität in der Gegenwart deutlich niedriger als in der Vergangenheit. So stieg die Arbeitsproduktivität (je erwerbstätiger Person) im Euroraum in den letzten 20 Jahren nach Angaben des BMWi durchschnittlich nur um 0,6 Prozent pro Jahr (ohne 2020).[13] Ähnlich die Ergebnisse einer Studie des IMK von 2017, die eine merkliche Verlangsamung des Produktivitätsfortschritts in den G7-Volkswirtschaften spätestens seit der Jahrtausendwende zeigt, in den meisten dieser

Länder sogar schon ab den 1970er Jahren.[14] Andere Untersuchungen kommen zu vergleichbaren Einschätzungen – auch sie finden eine Produktivitätsverlangsamung in den entwickelten Volkswirtschaften. [15]Gelegentlich ist deshalb sogar von einem »Produktivitäts-Paradoxon« die Rede.

Bis jetzt jedenfalls scheinen die Effizienz- und Kosteneffekte des digitalen Wandels eher bescheiden zu sein. Allein dies weckt erhebliche Zweifel an Rürups Erklärung.

Noch problematischer ist indes der dritte von Rürup angeführte Grund für das Ende der Inflation: die sinkenden Realzinsen in den aufstrebenden Schwellenländern. Rürup folgt hier ganz den neoklassischen Ideen über die Funktionsweise von Märkten und sieht die Zinsen als reines Marktergebnis: Auf dem Markt für ausleihbare Mittel legen danach Sparer ihre Ersparnisse an und Schuldner wenden sich dorthin, um Kredite zu erlangen. Durch Angebot an und Nachfrage nach Kreditmitteln werde der Zinssatz bestimmt. Zum gleichgewichtigen (Real-) Zinssatz entspreche das Kreditangebot genau der Kreditnachfrage, das heißt, dieser Zinssatz bringe Angebot und Nachfrage von Kreditmitteln in Übereinstimmung.

Das ist eine Fiktion: In der realen Welt setzt die Zentralbank mit dem Leitzins das kurzfristige Zinsniveau und bestimmt den langfristigen Zins entscheidend mit. Selbst wenn die Zentralbank nicht an den Anleihemärkten interveniert, folgt unter normalen Umständen der langfristige Zins weitestgehend dem von ihr festgesetzten kurzfristigen Zins (aufgrund der Substitutionsmöglichkeiten, die zwischen kurz- und langfristigen Zinsen bestehen[16]). Sollte die Zentralbank dennoch der Ansicht sein, dass die langfristigen Zinsen zu hoch sind, kauft sie Staatsanleihen am Sekundärmarkt auf und senkt auf diese Weise das Zinsniveau. Das Umgekehrte gilt, wenn sie die langfristigen Zinsen für zu niedrig hält: In diesem Fall verkauft sie Staatsanleihen.

Die maßgebliche Rolle, die der Zentralbank in der Bestimmung sowohl des kurzfristigen als auch des langfristigen Zinssatzes zukommt, muss von Vertretern der Neoklassik schlicht geleugnet werden. Denn in ihrer Sicht wird ja der (langfristige) Zins aus Angebot und Nachfrage für Kreditmittel auf dem Finanzmarkt (dem Markt für ausleihbare Mittel) gebildet, also gänzlich außerhalb des Einflussbereiches der Notenbanken. Das ist ein abstruses Konstrukt, das in keiner Weise erklären kann, warum den Zinsentscheidungen der Notenbanken ein solch großes öffentliches Interesse im Wirtschaftsgeschehen zukommt.

Auswirkungen auf die Geldpolitik der Zentralbanken

Für Rürup hatten die von ihm angeführten Veränderungen erhebliche Folgen für die herkömmlichen geldpolitischen Konzepte der Zentralbanken:

> »Zunächst versagte die monetaristische Geldmengensteuerung: Der zuvor scheinbar stabile Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation löste sich auf. Das anschließend verfolgte Konzept des Inflation Targeting ist mittlerweile ebenfalls zusammengebrochen.«

Auch das ist so nicht korrekt: Die monetaristische Geldmengensteuerung hat von Anfang an nie funktioniert und ebenso wenig gab es jemals einen (scheinbar) stabilen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation, der sich nun aufgelöst hat.

Tatsächlich ist die Zentralbank in keiner Weise dazu in der Lage, die Geldmenge zu kontrollieren. Nicht nur ist die Geldmultiplikator-Theorie falsch. Das Wachstum der Geldmenge wird in erster Linie durch die Nachfrage nach Bankkrediten von Seiten privater Wirtschaftseinheiten (Produktionsunternehmen, Privathaushalte) und durch die Staatsausgaben und Steuern bestimmt.[17]

Die Vorstellung, dass die Wachstumsrate der Geldmenge die Inflationsrate bestimmt, ließ sich schon in den 1970er Jahren empirisch nicht belegen. So lag etwa das tatsächliche Wachstum der Geldmenge in den USA in den Jahren 1973 und 1974 deutlich unterhalb des Niveaus, das nach den theoretischen Modellen des Monetarismus erforderlich war, um die real beobachteten Inflationsraten zu erzeugen.[18] Auch empirische Untersuchungen für spätere Jahre in den USA zeigen, dass der Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation (gemessen an der Wachstumsrate der Geldmenge M1 und derjenigen des Verbraucherpreisindex) schwächer ist, als dies nach der monetaristischen Lehre zu erwarten wäre[19], von der unklaren Kausalitätsrichtung einmal ganz abgesehen.[20]

Die Integration der Modern Monetary Theory

Ziehen wir ein Zwischenfazit: Alles, was Bert Rürup so weit schreibt, bewegt sich in gewohnten neoklassischen Bahnen und hat nicht nur nichts mit der Modern Monetary Theory zu tun, sondern steht sogar in offenkundigem Widerspruch zu ihr. Umso überraschender kommt deshalb Rürups Schwenk zur MMT im letzten Abschnitt seines Beitrages. Er stellt zunächst fest, dass die MMT den Regierungen eine entscheidende Rolle zuweise, weil sie der Fiskalpolitik eindeutigen Vorrang gegenüber der Geldpolitik einräume. Daraus folge in der Sicht der MMT:

> »Politik und Notenbank können sich in der eigenen Währung also so lange verschulden und neues Geld drucken, bis die gewünschte Inflation erreicht ist.«

Manch einer sehe darin vielleicht ein reines Gedankenexperiment. Tatsache sei aber – so Rürup – dass »in der letzten Zeit alle

traditionellen Ansätze zur Erklärung und zur Prognose von Inflation versagt haben«. Außerdem sei die EZB mit ihrem umfangreichen, zunehmenden Ankauf von Staatsanleihen trotz gegenteiliger Bekundungen längst zur monetären Staatsfinanzierung übergegangen. Die Zeit der Unabhängigkeit von Zentralbanken und Geldpolitik könne unwiderruflich vorbei sein. Für die Zukunft gelte:

> »Sollte es wieder einmal nötig werden, einen deutlichen Anstieg des Preisniveaus zu bekämpfen, wird die EZB vor der Wahl stehen, die Zinsen zu erhöhen und damit den Bankrott von Staaten und letztlich ihre eigene Existenz zu riskieren. Oder aber sie wird ganz im Sinne der ‚Modern Monetary Theory' darauf angewiesen sein, dass die Staaten des Euro-Raums einen Konsolidierungskurs über höhere Steuern und niedrigere Ausgaben einschlagen. Dieses Szenario nennt man dann ›fiskalische Dominanz‹.«

Muss man also bei einer anziehenden Inflation »ganz im Sinne der ›Modern Monetary Theory‹« für harte Sparmaßnahmen eintreten? Lässt sich dann die MMT gut zur Begründung und Rechtfertigung einer Kürzungs- oder gar Austeritätspolitik heranziehen? In diesem Fall wäre die neu entdeckte Sympathie von Rürup und Gleichgesinnten für die MMT nur allzu verständlich.

Inflation und Steuern in der Modern Monetary Theory

Allerdings handelt es sich bei dieser Interpretation um eine grob verzerrte Darstellung der zentralen Aussagen der MMT. Richtig ist zwar, dass nach der MMT ein Staat mit einer eigenen, souveränen Währung keinen *finanziellen*, sondern allein *realen* Einschränkungen bei seinen Ausgaben unterliegt. Das heißt, das Problem ist die Verfügbarkeit realer Ressourcen. Solange reale Ressourcen zum Kauf in der von ihm emittierten eigenen Währung vorhanden sind, kann der Staat sie erwerben (und einer produktiven Nutzung zuführen). Jedoch sollte es eine nationale Regierung vermeiden, ihre nominalen Ausgaben so stark auszuweiten, dass deren Wachstum das Wachstum der volkswirtschaftlichen Produktionskapazität übersteigt, da in einem solchen Fall Inflation droht.

Man könnte in diesem Sinne davon sprechen, dass die MMT hinsichtlich der Ausgabemöglichkeiten des Staates die Budgetgrenze durch eine Inflationsgrenze ersetzt. Das heißt aber keineswegs, dass in der Sicht der MMT jede Inflation nachfrageinduziert ist, also aus einer »überschießenden« nominalen Nachfrage resultiert. Im Gegenteil: Eine Überschussnachfrage ist selten die Ursache von Inflation. Inflationäre Prozesse sind in erster Linie kosteninduziert, das heißt, sie werden primär über steigende Lohnstückkosten ausgelöst. Für das Vorgehen gegen eine kosteninduzierte Inflation aber existieren geeignetere

Instrumente als die Reduzierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage (zum Beispiel die Festsetzung von Lohn- und Preisleitlinien).

Aber auch wenn eine Inflation tatsächlich das Ergebnis einer Überschussnachfrage ist, gibt es neben höheren Steuern und Ausgabenkürzungen weitere – und oft bessere – Möglichkeiten, sie zu bekämpfen (etwa durch eine Verschärfung von Umweltauflagen und anderen Regulierungen[21]).

Vor allem aber stellt Rürup eine der zentralen Funktionen der Steuern in der MMT komplett schief dar. Zur Erinnerung: Steuern dienen in der MMT nicht dem Zweck, die Staatsausgaben zu finanzieren. Vielmehr verringern Steuern die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen. Sie reduzieren mithin die Kaufkraft des nichtstaatlichen Sektors und dessen Möglichkeiten, reale Ressourcen für sich zu beanspruchen. Damit werden reale Ressourcen (Arbeit und Kapital), die ansonsten vom nichtstaatlichen Sektor für andere Zwecke genutzt worden wären, für den Staat verfügbar gemacht.

Das heißt, der Staat kann mit seinen Ausgaben auf diese realen, nun ungenutzten Ressourcen im nichtstaatlichen Sektor zugreifen und sie in eine produktive Verwendung zurückführen, ohne dass eine Inflationsgefahr entsteht. Oder anders ausgedrückt: Steuern dienen dem Ziel, die »Ausgabenkapazität« des nichtstaatlichen Sektors zu reduzieren und dem Staat so die Verwendung eines höheren Anteils der begrenzten verfügbaren Ressourcen zu erlauben, ohne dass es zu einer sich beschleunigenden Inflation kommt.[22]

Dies bedeutet jedoch nicht, dass Steuererhöhungen erst vorgenommen werden sollen, *nachdem* bereits Inflation entstanden ist und es somit nötig wird, »einen deutlichen Anstieg des Preisniveaus zu bekämpfen«, wie Rürup meint. Tatsächlich geht es der MMT gerade darum, eine Situation zu *vermeiden*, in der die Regierung »munter« Staatsausgaben tätigt, ohne sich um die daraus resultierende Inflationsdynamik zu kümmern, bis es zu spät ist.

Folglich sollten Veränderungen der Steuersätze und andere Maßnahmen zur Inflationskontrolle von Anfang an in den Prozess der Haushaltsplanung einbezogen werden. Fullwiler/Grey/Tankus führen dazu mit Blick auf die USA aus:

> »In unserem Ansatz würde ein MMT-kundiges Congressional Budget Office (CBO) detaillierte Berichte darüber erstellen, wie bestimmte Vorschläge zu Ausgaben oder Kreditgewährung die Nachfrage erhöhen würden und auf welche Sektoren und Regionen sich dies am meisten auswirken würde. Und das CBO würde jeden Aufbau von Inflationsdruck genau beobachten, um über die geeigneten politischen Gegenmaßnahmen auf Grundlage der besonderen Bedingungen entscheiden zu können.«[23]

Vorsicht ist geboten

Nun ließe sich argumentieren, dass der Versuch von Rürup und anderen, Teile der MMT in die orthodoxe Ökonomie zu integrieren, nichts Schlechtes sei: Immerhin werde die Theorie jetzt zunehmend wahrgenommen und teilweise sogar akzeptiert. Jedoch hat die theoriegeschichtlich vielleicht bedeutendste Vermischung zweier an sich »unverträglicher« Theorien – nämlich der keynesianischen und der neoklassischen Theorie – zur »neoklassischen Synthese« gezeigt, welche Gefahren in solchen Theoriekombinationen lauern.

Bei der neoklassischen Synthese handelte es sich um eine höchst ungleichgewichtige Mischung, in der die Neoklassik als das grundsätzlich korrekte Modell angesehen wird, mit dem sich die ökonomischen Gesetzmäßigkeiten einer Marktwirtschaft zutreffend beschreiben lassen. Dem Keynesianismus bleibt nur die Rolle, das neoklassische Modell um bestimmte Marktunvollkommenheiten zu ergänzen: Langfristig gelte das neoklassische Modell, kurzfristig könne es zu einigen keynesianischen Störungen kommen. Damit bleibt vom Originalwerk von Keynes in der neoklassischen Synthese nur wenig übrig.

Es ist daher Vorsicht geboten: Wenngleich begrüßenswert ist, dass die MMT eine wachsende Aufmerksamkeit erfährt, sollte doch jedem Versuch, Teile ihrer Argumentation in das orthodoxe (neoklassische) Modell einzubauen, entschieden entgegentreten werden. Letztlich handelt es sich bei solchen Vereinnahmungsversuchen um ein typisches Verhalten der Vertreter eines überholten Paradigmas, die Argumentationen, die für das bisherige Paradigma unangenehm oder gar gefährlich sind, in entschärfter Form in die Orthodoxie zu integrieren und so mit dieser zu versöhnen.

[1] Diese realen Beschränkungen beziehen sich auf den Umfang der verfügbaren *realen*Ressourcen (Arbeit, Produktionskapazität, Rohstoffe, Know-how), die dem Land zur Verfügung stehen und die der Staat daher mobilisieren kann.

[2] Vgl. z.B. Brunner, K.: The Role of Money and Monetary Policy, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July, 1968, S. 9-24.

[3] Es wird hier nicht auf die Unterschiede zwischen der alten, von Irving Fisher entwickelten Quantitätstheorie, der auf Alfred Marshall zurückgehenden sogenannten Cambridge-Version und etwa der Neoquantitätstheorie von Milton Friedman eingegangen (vgl. dazu z.B. Sener, U.: Die Neutralitätstheorie des Geldes – Ein kritischer Überblick, Potsdam 2016, S. 22ff), da diese Varianten nicht grundlegend bezüglich der theoretischen Herleitung des proportionalen Zusammenhangs zwischen Geldmenge und Preisniveau differieren.

[4] Solvente Banken brauchen sich nicht zu sorgen, dass sie benötigte Reserven – insbesondere für den Zahlungsausgleich untereinander – eventuell nicht erhalten können, da die Zentralbank die Banken und mithin die Volkswirtschaft insgesamt stets mit den erforderlichen Reserven versorgen muss, wenn sie nicht die Banken in Zahlungsschwierigkeiten stürzen und letztlich das gesamte Finanzsystem destabilisieren will.

[5] Vgl. Minsky, H.P.: The Pure Theory of Banking, University of California, Department of Economics, 1960.

[6] Vgl. zu Letzterem als Beispiel die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M2 in den USA in der langfristigen Entwicklung (1959-2020): Federal Reserve Bank of St. Louis, Velocity of M2 Money Stock [M2V], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis, Februar 2021.

[7] Vgl. auch das Interview mit H.-W. Sinn: „Es ist zu hoffen, dass es nicht so schlimm kommt wie nach dem Ersten Weltkrieg", in: Neue Züricher Zeitung vom 03.12.2020.

[8] Die Bank of England, die britische Zentralbank, spricht von einem „split-circulation system". Vgl. Jakab, Z./Kumhof, M.: Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters, Bank of England Working Paper No. 529, Mai 2015, S. 10.

[9] Jakab, Z./Kumhof, M.: Banks are not intermediaries of loanable funds – facts, theory and evidence, Bank of England Staff Working Paper No. 761, 2019, S. 10; Übersetzung des Verf. Vgl. auch Jakab/Kumhof 2015, a.a.O., S. 10; McLeay, M./Radia, A./Thomas, R.: Money creation in the modern economy, Quarterly Bulletin 2014 Q1, S. 16.

[10] Hier zu verstehen als Unternehmen (ohne Banken) und private Haushalte.

[11] Kurios ist die Replik von Sinn auf Rürup. Nachdem er in seinem ersten Artikel noch das Schreckgespenst einer ausufernden Inflation an die Wand gemalt hatte, die sich ergäbe, wenn die Banken ihre riesigen Bestände an Zentralbankgeld bei der EZB auflösen und verleihen würden, und dabei auch eine Situation wie nach dem Ersten Weltkrieg nicht ausschließen wollte, rudert Sinn in seiner Replik zurück: Es sei ihm doch gar nicht um das Problem gegangen, dass das viele Geld ursächlich Inflation hervorrufe, sondern darum, dass die EZB eine mögliche Inflation „durch eine Rückführung der Geldmenge nicht mehr zügeln" könne (Rürup habe das missverstanden). Sinn bleibt aber bei der Position der „traditionellen Ökonomie", dass der von der EZB erzeugte „Geldüberhang" in der Krise nur deshalb nicht inflationär wirke, weil er „gehortet und nicht der Nachfrage zugeführt wird" bzw. „die Banken das neue Zentralbankgeld nicht in Kredite umgemünzt haben."

[12] Fröbel, F./Heinrichs, J./Kreye, O.: Die neue internationale Arbeitsteilung, Reinbek bei Hamburg, 1977, S. 30.

[13] Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie: Produktivität: Kommt nun der große Schub?, Monatsbericht 10, 2020.

[14] Vgl. Herzog-Stein, A. et al.: Wachstum und Produktivität im Gegenwind; Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, IMK Report Nr. 124, 2017.

[15] Vgl. z.B. Erber, G./Fritsche, U./Harms, P.: Labor Productivity Slowdown in the Developed Economies. Another Productivity Puzzle?, in: DEP (Socioeconomics) Discussion Papers 4, 2016; OECD: The Future of Productivity, Paris, 2015.

[16] Wächst beispielsweise die Spanne zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen, weil die kurzfristigen (aber nicht die langfristigen) Zinsen fallen, so werden viele Anleger kurzfristige Mittel zu längeren Fristen verlagern, weil dort nun im Vergleich höhere Zinsen zu erzielen sind. Umgekehrt finanzieren sich jetzt Kreditnehmer verstärkt kurzfristig. Geschäftsbanken können und werden zudem den Kauf langfristiger Staatsanleihen durch eine kurzfristige Kreditaufnahme bei „ihrer" Zentralbank refinanzieren. All dies führt tendenziell zu sinkenden Zinsen am langen Ende; der Abstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen schrumpft wieder. Auch empirisch lässt sich zeigen, dass der langfristige eng am kurzfristigen Zins hängt (vgl. Flassbeck/Spiecker 2014).

[17] Tätigt das Finanzministerium eines Landes Ausgaben, so weist es die Zentralbank des Landes an, eine Gutschrift auf das Reservekonto der Bank des Empfängers (bei der Zentralbank) vorzunehmen, die dann ihrerseits eine entsprechende Gutschrift auf dem Bankkonto des Empfängers selbst bucht. Zahlt umgekehrt ein Bankkunde Steuern an den Staat, so verringern sich – etwas vereinfacht dargestellt – in der Bilanz seiner Bank auf der Passivseite die Kundeneinlagen um die gezahlte Geldsumme und auf der Aktivseite sinken in gleicher Höhe die Reserven der Bank, da ein entsprechender Betrag an Reserven an den Staat (genauer: auf ein Konto des Staates bei der Zentralbank) transferiert wird. Die Sichteinlagen von Nichtbanken (der Bankkunden), die sich hier verändern, zählen zu den Geldmengen M1, M2 und M3.

[18] Vgl. auch Mitchell, B.: The Modigliani controversy – the break with Keynesian thinking 2016.

[19] Vgl. Tymoigne, E.: The Financial System and the Economy – Principles of Money and Banking, 2016, S. 163f.

[20] Für Milton Friedman ist klar, dass die Geldmenge die aktive Rolle spielt und das Preisniveau nur passiv reagiert. Warum aber können nicht umgekehrt reale Produktion und Preisniveau die notwendige Geldmenge bestimmen? Die britische Ökonomin Joan Robinson sieht dann auch zu Recht den Kern der Quantitätstheorie allein darin, dass sie die tautologische Quantitätsgleichung M x V = P x Y „von links nach rechts statt von rechts nach links" interpretiert (Robinson, J.: Quantitätstheorien – Alt und Neu, in: Kalmbach, P. (Hrsg.), Der neue Monetarismus, München 1973, S. 139).

[21] Vgl. zu solchen Maßnahmen ausführlicher Fullwiler, S./Grey, R./Tankus, N.: An MMT response on what causes inflation, in: Financial Times, März 2019.

[22] Dies führt zu einer anderen Sichtweise etwa der Funktion von Vermögenssteuern oder Reichensteuern. Auch die MMT unterstützt diese und ähnliche Steuern voll und ganz, weil sie ein sinnvolles Mittel sind, um die Verteilung von Vermögen und Einkommen zu verändern. Die Konzentration von Vermögen und damit von Macht und politischem Einfluss in den Händen weniger muss in der Tat verhindert werden.

Aber in der Sicht der MMT sind die von den Reichen gezahlten Steuern größtenteils irrelevant für die Fähigkeit eines monetär souveränen Staates, beispielsweise ein gut ausgebautes Netz öffentlicher Dienstleistungen oder eine erstklassige Infrastruktur zur Verfügung zu stellen.

[23] Fullwiler, S./Grey, R./Tankus, N. (2019), a.a.O., Übersetzung des Verf.